

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
CASASURU DE DESARROLLO DE
VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

Montevideo, abril de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO T LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social
06-04-2017**

Participación Serie A	por hasta UI 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de noviembre de 2017.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo de CP:	BBB. Uy
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" con la calificación BBB (uy) de grado inversor

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación original son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico de la calificación original. (véase Anexo I de la Calificación de Junio de 2015).
- Se ha evaluado nuevamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CASASURU SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, a pesar de los atrasos evidenciados en algunos de ellos. Tal como fuera mencionado en la calificación original, el compromiso con el éxito del negocio se expresa en el aporte al fideicomiso de dos inmuebles, así como en el alineamiento de incentivos entre el éxito del proyecto y sus ingresos.
- Una nueva estimación de TIR consolidada para el inversor en los CP serie A, la cual según las últimas modificaciones realizadas en el modelo de negocios, es del 14%. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 18% y 54% (véase sección IV).
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- A la fecha de la presente actualización, el Administrador ha tenido que sortear algunas dilaciones que han atrasado el cronograma de la mayoría de los Proyectos. Según informa el Administrador, algunos atrasos se han originado por medidas sindicales. Asimismo, la combinación de las demoras en los permisos y las exigencias de los organismos reguladores, han enlentecido la ejecución de los proyectos. Como ya se mencionara en la actualización pasada, otros proyectos se han dejado de lado por la reducción del poder de compra del universo demandante de los mismos (Salto y Las Piedras). Para compensar lo antes mencionado y con el objetivo de sustituir los anteriores proyectos, la Asamblea de Titulares autorizó al Fideicomiso a adquirir dos terrenos para desarrollar nuevos proyectos inmobiliarios (Acta de fecha 7 de octubre de 2016, Proyectos Aerosur II e Interlagos).
- Con fecha 7 de febrero del presente año, el Fiduciario solicitó, mediante nota presentada ante el Banco Central del Uruguay (BCU), la modificación al Contrato de Fideicomiso Financiero CASASURU de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I, donde se pretende incorporar la figura de Comité de Vigilancia.

- Los segmentos socioeconómicos elegidos como público objetivo de las viviendas desarrolladas por el Fideicomiso presentan una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto, así como los métodos constructivos, son adecuados. Esto se corrobora, tanto en el informe sectorial del mercado inmobiliario que realiza CARE, como en la Encuesta semestral sobre dicho mercado contratada por CARE a Research Internacional.
- La demanda “por consumo” de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. El administrador manifiesta una estrategia clara para adecuar a los promitentes compradores, con las exigencias provenientes de las regulaciones bancarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios. La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos más altos mitigan el efecto anterior.
- La leve mejora de las expectativas económicas respecto al mismo período del año anterior, la persistencia en el tiempo de bajos rendimientos de activos financieros sumado a la apreciación de la moneda respecto al dólar han generado un campo más favorable en la actividad inmobiliaria. No obstante lo anterior, la incertidumbre persistió en el mercado laboral, en la disponibilidad de crédito y en evolución de las tasas de interés; todo lo cual hace que los promitentes compradores enlentezcan sus decisiones de consumo de vivienda.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Estas medidas podrían afectar parcialmente algunos de los proyectos recientemente adquiridos por el Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y el Ing. Julio Preve.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2017. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la marcha de los proyectos y de su comercialización.

Hechos salientes del período.

- El Fiduciario presentó el 7 de febrero, ante el BCU, una propuesta de modificación del Contrato vigente. Esta iniciativa surge a instancia de las solicitudes recibidas de los Titulares y en virtud de los cambios que han surgido respecto al plan de inversión original. En este sentido, se introdujo la figura del Comité de Vigilancia, que tendrá entre sus cometidos, la facultad de autorizar gastos, presupuestos de cada etapa y supervisar los contratos que se celebren. Además, deberá controlar y verificar la información que le proporcionen, supervisar las licitaciones y monitorear que la evolución del Fideicomiso sea acorde al Plan de Negocios. Asimismo, deberá autorizar inversiones que involucren cualquier conflicto de interés entre el Administrador y Fiduciario (y/o cualquier sujeto vinculado a éstos), autorizar la compra de nuevos inmuebles que requieren la "no objeción", autorizar cualquier endeudamiento financiero del Fideicomiso, sus términos y condiciones así como también las garantías a otorgarse, autorizar los tasadores correspondientes y supervisar la valoración de la inversiones realizadas por el Fideicomiso.
- A continuación, se realiza una breve descripción del estado de los proyectos en marcha en base al Administrador, a la fecha de la presente actualización:

Lagomar Sur. Según detalla el Administrador, los trabajos de infraestructura, a cargo de la empresa Marquez Alonso, finalizaron el 15 de diciembre de 2016. Esta fase de obra registró atrasos respecto a lo planificado como consecuencia de conflictos sindicales y por un conflicto que se originó con OSE, el cual implicaba rehacer gran parte de los trabajos de saneamiento. Finalmente, dicho conflicto fue solucionado, manteniéndose el proyecto original. Sin embargo, esta situación provocó que la obra estuviera detenida por 3 semanas, lo que explica gran parte de los atrasos generados. La obra de Infraestructura fue cerrada en BPS el 15 de diciembre de 2016, dando inicio a la siguiente fase, correspondiente a la obra de viviendas a cargo de Norte Construcciones S.A. El avance de obra, según la última información proporcionada por el Administrador, es de 100% para la obra de infraestructura y del 3,6% para la fase de vivienda. El Proyecto cuenta con una preventa del 30%.

El Pinar. El proyecto se está ejecutando por la firma Marques Alonso y cuenta con 8 bloques de viviendas; de los cuales 4 bloques se terminaron antes se la licencia de la construcción. De los restantes, se estima entregar 3 en febrero y el último bloque en marzo/abril del corriente. En este proyecto, el atraso equivale a 3 semanas, según la información remitida por el Administrador. El avance de obra asciende al 87%. El Proyecto cuenta con una preventa del 47%.

- Salto.** El proyecto inicial se dividió en 3 etapas. La primera de estas etapas, registra un avance del 85% y está siendo ejecutada por la empresa José Cujo S.A. El Proyecto no cuenta con preventas hasta la fecha de actualización.
- Las Piedras.** El inicio de obra de este proyecto, se encuentra condicionado a la aprobación del permiso necesario y supeditado a la decisión comercial de retomarlo. Por el momento, se ha resuelto posponerlo.
- Aerosur II.** El terreno se incorporó al patrimonio del Fideicomiso en diciembre del 2016. A la fecha, se está a la espera de la aprobación de la Viabilidad de Uso por parte de la Junta Departamental de Canelones. Asimismo, se estima presentar el proyecto ante la Agencia Nacional de Vivienda y el Permiso de Construcción ante la Intendencia de Canelones en el primer semestre del año.
- Interlagos.** El proyecto fue presentado ante la Intendencia de Canelones, la cual validó el proyecto arquitectónico, compuesto por 5 torres con 2 niveles de cocheras y 6 niveles de viviendas. Asimismo, la Viabilidad de Uso ya fue presentada y se está trabajando en los documentos faltantes.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) realizadas a la fecha:

Proyecto	Avance de obra/etapa	Reservas (en %)
El Pinar	87%	47%
Salto	85%	0%
Lagomar Sur		
Infraestructura	100%	30%
Lagomar Sur		
Viviendas	3,6%	

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Actas de Asamblea del 7 de octubre de 2016
- Informe del Administrador No 5 de febrero de 2017.
- Informes de Avances de obra a marzo de 2017.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 31/12/16 auditados
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 31/12/16 auditados
- Estados Contables intermedios del Administrador al 31/08/16 auditados

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
Administrador:	CASASURU S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica. Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)
Activos del Fideicomiso:	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas
Importe de la Emisión:	UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu
Síndico	Bruno Gilli
Síndico Suplente	Gonzalo Icasuriaga

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2016, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia aunque no tanto en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2016 sigue siendo positivo aunque muestra un ligero descenso respecto al año anterior. El ratio de liquidez baja sensiblemente situándose por primera vez por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	12.515	8.892	7.242
Activo no Corriente	79.870	51.122	45.193
Total Activo	92.385	60.013	52.435
Pasivo Corriente	12.998	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	55.330	32.069	30.520
Total Pasivo	68.328	37.230	34.752
Patrimonio	24.056	22.784	17.684
Total Pasivo y Patrimonio	92.385	60.013	52.435
Razon Corriente	0,96	1,72	1,71

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma para el último ejercicio, si bien positivos, disminuyen respecto al ejercicio anterior producto de un incremento relativo en los gastos de administración que, pese a un importante crecimiento de los egresos, hacen disminuir los resultados operativos. También inciden los resultados financieros.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	31.697	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(26.921)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	4.776	4.880	2.707
Resultados Financieros	(1.852)	2.176	1.848
Otros resultados			
IRAE	(1.132)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	1.792	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	15,07%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	5,65%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a diciembre de 2016 contaba con 36 de distintos tipos en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Casas Uru S.A (Administradora u Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

En el marco de sus competencias, la sociedad ha adquirido y posee la propiedad de la totalidad del paquete accionario de las siguientes firmas:

- Mulery S.A,
- Lisfely S.A.
- Nurwoly S.A,
- Birsoun S.A. es, además, fideicomitente y controla los Fideicomisos Aires de la Costa y Aires del Pinar.
- Tecnovork S.A.

Todas ellas, subsidiarias de CasasUru S.A, tienen como actividad principal desarrollar proyectos de complejos habitacionales amparados en el régimen de promoción de viviendas de interés social.

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniendo una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

CasasUru está culminando otras operaciones en Uruguay concentrando el foco de atención en las operaciones de este fideicomiso y en operaciones similares en Argentina.

En este período se menciona como aspecto favorable, el demostrar flexibilidad

ante situaciones cambiantes proponiendo cambios para mejorar las posibilidades del proyecto, aún modificando el foco de la oferta de viviendas. Estos cambios han sido aceptados por los órganos competentes del fideicomiso y se comentan en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

Al respecto Care contó con los EE.CC consolidados de Casasuru SA al 31/08/16 con informe de auditoría de Deloitte.

Los EE.CC consolidan la información de CasasUru SA y las cinco subsidiarias ya mencionadas (todas ellas cierran ejercicio el 31/8) y por su parte, Birsoun SA consolida con los dos fideicomisos que controla ya citados (estos cierran ejercicio el 31/5).

Los principales aspectos de los EE.CC se resumen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación de Casasuru S.A			
(miles de \$)	31/8/16	31/8/15	31/8/14
Activo Corriente	131.014	234.525	287.370
Activo no Corriente	35.689	12.018	7.840
Total Activo	166.703	246.543	295.210
Pasivo Corriente	102.796	120.165	285.119
Pasivo no Corriente	44.047	101.009	11.978
Total Pasivo	146.843	221.174	297.097
Patrimonio	19.860	25.369	(1.888)
Total Pasivo y Patrimonio	166.703	246.543	295.210
Razón Corriente	1,27	1,95	1,01

Fuente: EE.CC de Casasuru S.A. consolidados

Cuadro 4: Estado de Resultados de Casasuru S.A			
(miles de \$)	31/8/16	31/8/15	31/8/14
Ingresos Operativos	149.599	213.864	73.486
Costo de Ventas	(112.293)	(186.469)	(64.530)
Resultado Bruto	37.306	27.395	8.956
Gastos de Adm y Ventas	(31.139)	(33.435)	(30.024)
Resultados Operativos	6.167	(6.040)	(21.068)
Otros resultados	4.804	9.894	1.219
Resultados Financieros	(13.184)	(15.595)	(4.119)
IRAE			
Resultados del Ejercicio	(2.213)	(11.741)	(23.968)

Fuente: EE.CC de Casasuru S.A. consolidados

Los resultados del ejercicio vuelven a ser negativos. De persistir esta situación, los accionistas deberán continuar capitalizando la firma.

Como hecho posterior al cierre de ejercicio se menciona que la firma ha cancelado pasivos de corto plazo por un valor de \$ 85.328.756 en parte con fondos proveniente del giro y en parte con créditos de largo plazo con partes relacionadas lo que demuestra, una vez más, el compromiso de los socios.

3. El Fideicomiso

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014, el cual fue modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015, entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Al cierre del ejercicio último se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del fideicomiso al 31/12/16 y su comparativo con el ejercicio cerrado a diciembre de 2015. Corresponde recordar que el ejercicio correspondiente al año 2015 fue menor a 12 meses y con muy escasa actividad operativa por lo que la información que se brinda en los cuadros siguientes no es comparable de un ejercicio a otro y no corresponde sacar conclusiones.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso		
(miles \$)	31/12/16	31/12/15
Activo	444.706	268.348
Activo Corriente	300.243	161.734
Activo no Corriente	144.463	106.614
Pasivo	29.854	88.821
Pasivo Corriente	29.854	88.821
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	414.851	179.527
Pasivo y Patrimonio	444.706	268.348
Razón Corriente	10,06	1,82

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso		
(miles\$)	31/12/16	31/12/15
Ingresos operativos	6.313	
Gastos adm y ventas	(19.113)	(12.280)
Resultados financieros	(19.922)	3.754
Resultados antes IRAE	(32.722)	(8.526)
IRAE	(68)	(16)
Resultados del ejercicio	(32.790)	(8.542)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por las integraciones recibidas y aún no invertidas así como la inversión en obras que, en este caso, forman parte del inventario a vender. En el activo no corriente se incluye la participación del FF en Ezery SA así como el terreno fideicomitido en Las Piedras, ya que al haberse discontinuado el proyecto, el terreno fue clasificado como propiedad de inversión y está a la venta. Por cambio de valor, generó en el ejercicio último una ganancia de \$ 7.350.680 que fue a resultados.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. Es el caso de Ezery SA cuyas acciones pertenecen al Fideicomiso; su directorio es integrado por EFAM que lo preside y su objeto es el mismo de CasasUru. Esta sociedad es la encargada de desarrollar el Barrio Santa Isabel en Lagomar Sur (Canelones).

En cuanto a los resultados, refleja el período en que se encuentra el fideicomiso, es decir, la etapa inicial donde los gastos predominan sobre los ingresos.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrado, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con ocasión de la calificación, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. En la actualización de octubre pasado y dadas las modificaciones en el plan de negocios, correspondió analizar los efectos de estas decisiones en la rentabilidad de la inversión y la tasa interna de retorno del proyecto. En la presente actualización se han recogido las modificaciones en el modelo de negocios y un nuevo Flujo de Fondos con sus proyecciones financieras.

1. Bienes fideicomitados y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más. En el Cuadro 7 se describe el Flujo de Fondos proyectado, el cual contiene un criterio conservador ya que no contempla la eventual venta de los activos del Fideicomiso de aquellos proyectos por ahora discontinuados (El terreno y proyecto de Las Piedras y, el Terreno y proyecto de la segunda fase del proyecto Salto).

El Fideicomiso tiene en cartera activa 5 proyectos. Cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo. Algunos desarrollos ya han comenzado y se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Otros proyectos se encuentran en las primeras fases de construcción y otros en fase de anteproyecto. El cambio de rumbo en la localización de los desarrollos inmobiliarios, las exigencias de los Organismos reguladores, así como los conflictos sindicales del sector, han dilatado los plazos del proyecto.

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas.

El enlentecimiento o endurecimiento en las condiciones en los otorgamientos de los créditos hipotecarios, de persistir en el tiempo, podría ser un factor que alterara el curso del proyecto y por ende su retorno. El proyecto está planteado en varias fases, lo que redundaría en que si se atrasa la venta, también se atrasa la reinversión. No obstante, los costos fijos siguen corriendo y la posibilidad de "amortizar" la inversión en tierra se enlentece y el proyecto se "encarece"

en términos de retorno. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentan mitigar este escenario adverso descrito, en la medida que los proyectos involucran la construcción de viviendas a un público objetivo de mayor poder de compra y más apto para ser sujeto de créditos hipotecarios de la banca comercial.

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar escenarios adversos que inciden negativamente en el negocio y analizar el efecto que tendría el retorno del proyecto.

El Proyecto, introducidas las modificaciones en el plan de negocios a enero de 2017, plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 14% con desarrollos inmobiliarios que evidencian retornos entre un 18% y 54%. La diferencia de retornos entre los desarrollos y el Fideicomiso se debe a que (a) los retornos de los desarrollos no tienen en cuenta los costos del Fideicomiso, (b) la inmovilización de los fondos por atrasos concomitantemente con el atraso del proceso de venta de las unidades, genera un impacto negativo en la TIR y (c) el manejo financiero cambiario produjo un perjuicio económico debido a las fluctuaciones del tipo de cambio.

En la actualización de octubre pasado, CARE realizó un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta. En este sentido se supuso un escenario "pesimista" en el que existen atrasos entre 12 y 18 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR consolidada de 17%.

Este mismo procedimiento se realizó teniendo en cuenta el Flujo con las modificaciones de enero de 2017. En este caso la TIR (consolidada) simulada sería de aproximadamente 10%.

Cuadro 7.		Flujo de Fondos proyectado (miles de UI)						
AÑOS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL
COT UI	3,22	3,43	3,7	3,98	4,28	4,6	5,11	
Ingresos Netos		915	71.087	121.935	137.454	99.538	77.037	507.967
Aerosur II		-	-	28.665	1.515	-	-	30.180
Interlagos		-	6.745	46.536	98.245	90.114	29.920	271.561
Salto MB		-	14.250	-	-	-	-	14.250
Pinar ME		852	26.854	-	-	-	-	27.706
Lagomar Sur		63	23.239	46.734	37.694	9.424	47.118	164.271
Costos Construcción	-388	-29.623	-54.406	-80.684	-83.237	-83.884	-12.492	-344.713
Aerosur II	-	-76	-9.693	-10.900	-	-	-	-20.669
Interlagos	-	-	-7.052	-48.185	-64.691	-56.363	-12.492	-188.783
Salto MB	-125	-7.681	-3.079	-	-	-	-	-10.885
Pinar ME	-20	-16.323	-3.885	-	-	-	-	-20.228
Lagomar Sur	-242	-5.544	-30.696	-21.599	-18.546	-27.521	-	-104.148
Cuotas Tierra Aerosur II		-755	-1.273	-	-	-	-	-2.028
Cuotas Tierra Interlagos		-	-14.687	-	-	-	-	-14.687
Cuotas Tierra Pinar ME		-3.603	-719	-	-	-	-	-4.322
Cuotas Tierra Lagomar Sur	-6.517	-19.629	-	-	-	-	-	-26.145
Permiso de Obra Aerosur II		-	-136	-	-	-	-	-136
Permiso de Obra Interlagos		-	-820	-497	-233	-223	-	-1.773
5% Interlagos		-	-337	-2.327	-4.912	-4.506	-1.496	-13.578
Permiso de Obra Salto MB	-27	-	-	-	-	-	-27	
Permiso de Obra Pinar ME	-	-	-	-	-	-	-	
Permiso de Obra Lagomar Sur	-219	-	-	-	-	-	-219	
Comisión 0,98% de las ventas Aerosur II	-	-	-281	-15	-	-	-296	
Comisión 0,98% de las ventas Interlagos	-	-	-66	-456	-963	-883	-293	-2.661
Comisión 0,98% de las ventas Salto MB	-	-	-140	-	-	-	-	-140
Comisión 0,98% de las ventas Pinar ME	-	-	-263	-	-	-	-	-263
Comisión 0,98% de las ventas Lagomar Sur	-	0	-228	-458	-369	-92	-462	-1.610
Costo Inmobiliarias Aerosur II	-	-	-	-573	-30	-	-	-604
Costo Inmobiliarias Interlagos	-	-	-135	-706	-1.965	-1.802	-598	-5.206
Costo Inmobiliarias Salto MB	-	-	-285	-	-	-	-	-285
Costo Inmobiliarias Pinar ME	-	-	-403	-	-	-	-	-403
Costo Inmobiliarias Lagomar Sur	-1	-	-465	-935	-754	-188	-942	-3.285
Costos Fideicomiso	-4.279	-6.808	-7.061	-6.840	-6.840	-6.840	1.518	-37.150
FF UI PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-11.183	-59.750	-10.336	28.179	38.135	1.119	62.272	48.436

TIR consolidada: 14%

Fuente: Emisor

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento, *se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. Riesgo medio bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

Las conclusiones del análisis de entorno CARE no difieren de lo informado en ocasión de la actualización de octubre, por lo cual se transcriben de la misma los puntos esenciales.

1. Mercado

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado un shock negativo respecto a la calificación inicial, tanto por efectos macro coyunturales como efectos endógenos, como es el caso de la economía del departamento de Salto.

En la actualidad, las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas no tan favorables para el negocio inmobiliario en Uruguay, a diferencia de lo que fuera señalado en la calificación original. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base del conjunto de incertidumbres que atraviesan las políticas macro monetarias globales y regionales así como el desenlace que tendrán los recientes procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

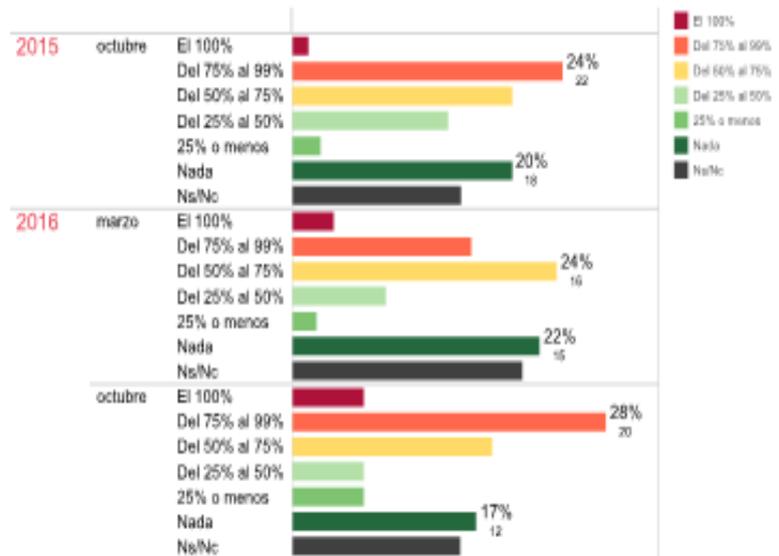
La volatilidad del tipo de cambio, continúa afectando el clima de negocios en lo que respecta a comercialización de las unidades, tanto en su demanda por "consumo" como en su demanda por "inversión". Cuando la moneda de aprecia, se favorece el poder de demanda de los consumidores pero al mismo tiempo se encarece el proceso de construcción de la vivienda (o costo de reposición), que es uno de los indicadores de referencia para determinar el precio de venta de las unidades. Cuando la moneda se deprecia, pasa lo contrario, aunque se agiliza el mercado de oferta de proyectos inmobiliarios (inversión), ya que el costo de construir baja expresado en dólares. El problema más grave que afecta al sector es la incertidumbre sobre la evolución de la moneda. Constituye por lo tanto un problema relevante la incertidumbre sobre la evolución de la moneda.

A su vez, la demanda por compra de vivienda para consumo dependería en gran medida del acceso al crédito hipotecario. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50%

del valor de la misma. Esta tendencia continúa incambiada desde la última actualización. Esto se infiere de la reciente encuesta realizada por Research International a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo “inversión” y por motivo “consumo” (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Gráfica 1. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado



P24.2 - ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
 Base octubre 2015: 90 - Base marzo 2016: 67 - Base octubre 2016: 71

Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
 Fuente: CARE en base a información de RIU.

En definitiva el riesgo se encuentra acotado. Por lo que se considera medio bajo.

2. Las políticas públicas

En ocasión de la calificación se analizó las disposiciones de las políticas públicas en torno a la vivienda, que recogían amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tendían a alentar tanto la oferta de viviendas (con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio) como para la demanda – incluso arrendamiento- de esos sectores.

Como se mencionó en aquella oportunidad, esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública.

El actual gobierno continúa, por el momento, con la política de consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizados modificaciones con información contradictoria para los agentes. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen

promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Estas medidas podrían afectar parcialmente algunos de los proyectos recientemente adquiridos por el Fideicomiso.

3. Conclusiones sobre el entorno

El factor que más está afectando la evolución sectorial es la incertidumbre: volatilidad pronunciada del tipo de cambio, mensajes desde la política pública contradictoria hacia los beneficios de la Ley VIS, incremento de las tasas en UI y disminución del crédito hipotecario, aumento del desempleo y la inflación, es una combinación de factores que tienen impacto sectorial negativo.

El riesgo mercado se encuentra acotado. La nueva estrategia seleccionada por el Fideicomiso, la cual apunta a un público objetivo con mejores ingresos, mitiga el riesgo vinculado al enlentecimiento de las ventas producto de la coyuntura económica antes descrita. Riesgo medio bajo.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. En lo que refiere a proyectos destinados a la vivienda social, las últimas modificaciones regulatorias afectan las expectativas pero no los proyectos que están en marcha. Por lo antes mencionado, el riesgo se considera medio bajo.

En conclusión el riesgo de Entorno se considera medio bajo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB (uy)¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Martin Durán Martínez



Julio Preve

¹ BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**